



2018 年 12 月 29 日

证券研究报告

投资评级：中性（首次）

软件开发/计算机应用/计算机

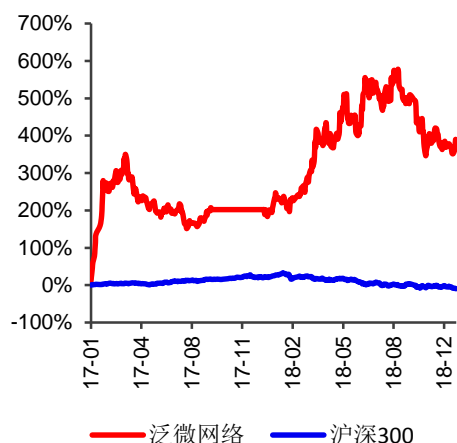
泛微网络（603039）

——协同管理软件龙头，积极把握云端化和移动化趋势

主要数据(截至 12 月 28 日收盘):

当前股价(元)	72.30
总市值(亿元)	74.12
流通市值(亿元)	28.85
总股本(亿股)	1.03
流通股本(亿股)	0.40
第一大股东	韦利东
第一大股东持股比例	33.09%

上市以来股价表现:



主要观点:

◆公司近年来营业收入快速增长，毛利率市场领先。2018 年前三季度公司实现营业收入 6.22 亿元，同比增长 38.82%；实现归属于母公司净利润 0.59 亿元，同比增长 21.34%。公司营业收入从 2011 年的 1.57 亿元增长到 2017 年的 7.04 亿元，6 年增长近 5 倍，复合增长率高达 28.41%；归属于母公司净利润从 2011 年的 0.30 亿元增加到 2017 年的 0.87 亿元，6 年复合增长率 19.42%。2011-2018Q3 期间，公司毛利率维持高位且稳定，围绕 95% 水平线上下轻微波动。

◆协同管理软件市场尚处发育期，头部企业的增量空间可观。伴随着中国整体经济实力的增强，中国市场上企业实体数量保持连续多年高增长。企业是协同管理产品的潜在用户，企业数量的快速增加，带来企业信息化市场的增量空间。依据赛迪顾问与《中国软件和信息服务业发展报告（2017）》数据，2016 年国内协同管理软件市场规模为 58.43 亿元，同比增长 18%，且目前 OA 系统在各行业的普及率并不高，市场未来增量空间可观。此外，在市场继续成长的进程中，市场集中度的提升将利好龙头企业。

◆拳头产品 e-cology 服务于中大型客户，为公司贡献过半营收。e-cology 是公司主推的拳头产品，适用于大型集团、连锁型企业、单体公司、政府事业单位等多种组织形式，覆盖包括制造业、商贸业、金融业、教育行业、医疗卫生行业等各个行业。2017 年和 2018 年上半年该产品收入分别占到公司整体营收的 66.08% 和 61.53%，成为公司有力的拳头产品。而由该产品衍生的技术服务需求所创造的营收也呈现稳定增长趋势。

◆公司积极把握云端化和移动化趋势，推出 eteams 和移动门户。为了应对企业级服务行业的 SaaS 化趋势，公司 2013 年推出适用于中小企业的轻量级团队工作管理工具 eteams。eteams 是公司小微企业移动办公云服务平台，结合移动互联技术、云技术和社交应用技术，主要针对小型企业和轻量级团队市场。eteams 未来将成为公司抢占小微市场的重要产品，目前已有 40 万企业注册 eteams 服务，客户基础庞大。

◆深耕营销网络，助力公司业绩市场领先。公司的销售模式集直销和渠道分销为一体，直销模式定位于大中型企事业单位客户，以 e-cology 销售开发为主，全面覆盖大、中、小型企事业单位等细分市场，渠道分销模式主

长城国瑞证券研究所

分析师:

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

执业证书编号: S0200517100001

研究助理: 夏瑜

xiayu@gwgsc.com

执业证书编号: S0200118070004

联系电话: 0592-5161646

地址: 厦门市思明区莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



要定位于小型企事业单位客户。经过多年发展，公司已构建起覆盖面广泛的多层次分布式营销服务体系。截至目前，公司在全国数百个城市拥有 170 个本地化服务团队，服务网络的本地化程度和覆盖广度在行业内具有较强竞争力，从而构建起覆盖面广泛的多层次分布式营销服务体系。

### 投资建议：

协同管理软件市场未来增长空间可观，且公司略清晰、营销渠道高效、业绩市场领先，我们预计公司 2018、2019 以及 2020 年的 EPS 分别为 1.058、1.321 和 1.575 元，对应 P/E 分别为 68.34 倍、54.73 倍和 45.90 倍。目前软件开发行业最新市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 42.16 倍，我们认为公司目前的估值较为均衡，因此首次覆盖给予其“中性”评级。

### 风险提示：

业务拓展风险；市场竞争风险；新产品推广低于预期风险。

#### 主要财务数据及预测

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	704.22	935.78	1224.77	1586.47
增长率(%)	52.66%	32.88%	30.88%	29.53%
归母净利润（百万元）	86.97	108.43	135.43	161.51
增长率(%)	33.35%	24.67%	24.90%	19.26%
EPS（元）	0.848	1.058	1.321	1.575
毛利率	95.41%	95.38%	95.32%	95.28%
净资产收益率（摊薄）	14.68%	15.56%	16.37%	16.44%

资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所



## 目 录

1 协同管理软件行业龙头企业，业绩成长迅速.....	5
2 协同管理软件市场尚处发育期，头部企业增量空间可观.....	8
2.1 协同管理软件市场规模保持较快增长，渗透率仍有较大提升空间.....	9
2.2 两大因素驱动更多企业采用协同管理软件.....	9
2.3 趋势：集中度提升利好头部企业.....	11
3 公司各业务线定位清晰，深耕营销网络获取领先渠道优势.....	11
3.1 拳头产品 e-cology 覆盖众多行业，深耕大客户市场.....	11
3.2 小微企业带来新市场需求，以云 OA 产品和移动门户应对云端化和移动化趋势.....	13
3.3 强大营销网络有利于公司提高本地化服务效率.....	16
盈利预测.....	18



## 图目录

图 1: 公司发展历程 .....	5
图 2: 公司股权结构(截至 2018 年 9 月 30 日) .....	6
图 3: 2011-2018Q3 公司营收状况及增速 .....	6
图 4: 2011-2018Q3 公司归母净利状况及增速 .....	6
图 5: 2011-2017 公司毛利率及期间费用率 .....	7
图 6: 2011-2017 公司 ROE 和 ROA .....	7
图 7: 2018H1 年公司营收构成 .....	7
图 8: 2018H1 自行开发软件产品业务营收的具体构成 .....	7
图 9: 协同管理软件行业发展历程 .....	8
图 10: 2012-2018 中国协同管理软件市场规模及预测 .....	9
图 11: 协同管理软件在各行业的渗透率 (2015 年) .....	9
图 12: 2006-2017 中国市场实有企业户数及同比增长率 .....	10
图 13: 协同管理应用的不同需求 .....	10
图 14: e-cology 功能模块 .....	12
图 15: e-cology9.0 全程电子化架构 .....	12
图 16: e-cology 服务的部分世界 500 强客户 .....	13
图 17: eteams 主要功能模块 .....	14
图 18: 公司 eteams 服务的标杆案例 .....	14
图 19: 云桥 e-bridge 平台功能架构 .....	15
图 20: 移动门户所适用的办公场景 .....	15
图 21: 泛微网络经营管理模式 .....	16
图 22: 泛微网络分销网点分布 .....	16
图 23: 良好的营销网络助力公司业务快速发展 .....	17

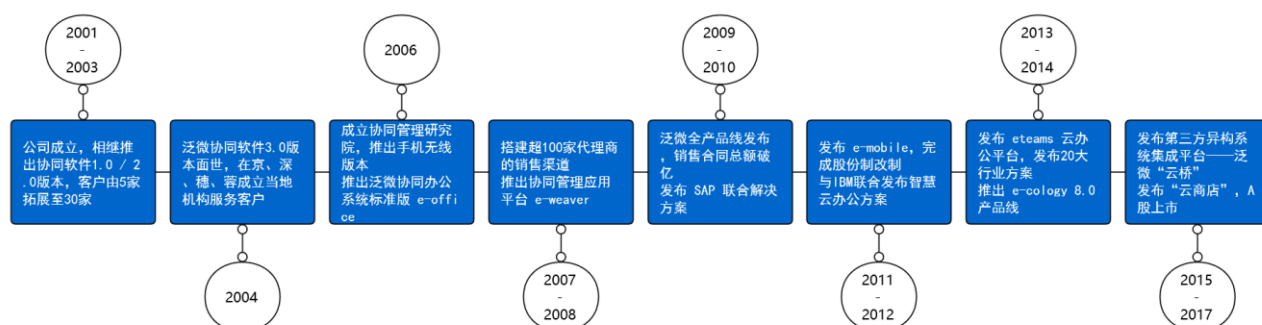
## 表目录

表 1: 公司主要产品及介绍 .....	5
表 2: 协同管理软件市场竞争者类型 .....	11

## 1 协同管理软件行业龙头企业，业绩成长迅速

公司成立于 2001 年，专注于协同管理软件领域，并致力于以协同 OA 为核心帮助企业构建全员统一的移动办公平台。公司是“国家规划布局内重点软件企业”，OA 行业唯一一家上交所主板上市公司。十多年来，公司以专注、专业的态度，以强大的产品研发能力、本地化能力、咨询能力，成功服务于全国上万家企事业单位客户，其中包括 PICC、绿地集团、中国能建、上汽集团、浙江物产集团、正威集团、复星集团、百丽国际、上海医药、格力电器、TCL、双汇集团、伊利集团、恒安集团、万达集团、王府井百货等世界及中国 500 强企业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

公司专注协同管理软件领域 17 年，拥有完全自主知识产权的协同管理软件系列产品。在企业级移动互联大潮下，公司发布了以“移动化、社交化、平台化、云端化”四化为核心的全新一代产品系列，包括面向大中型企业的平台型产品 e-cology、面向中小型企业的应用型产品 e-office、一体化的移动办公云 OA 平台 eteams。

表 1：公司主要产品及介绍

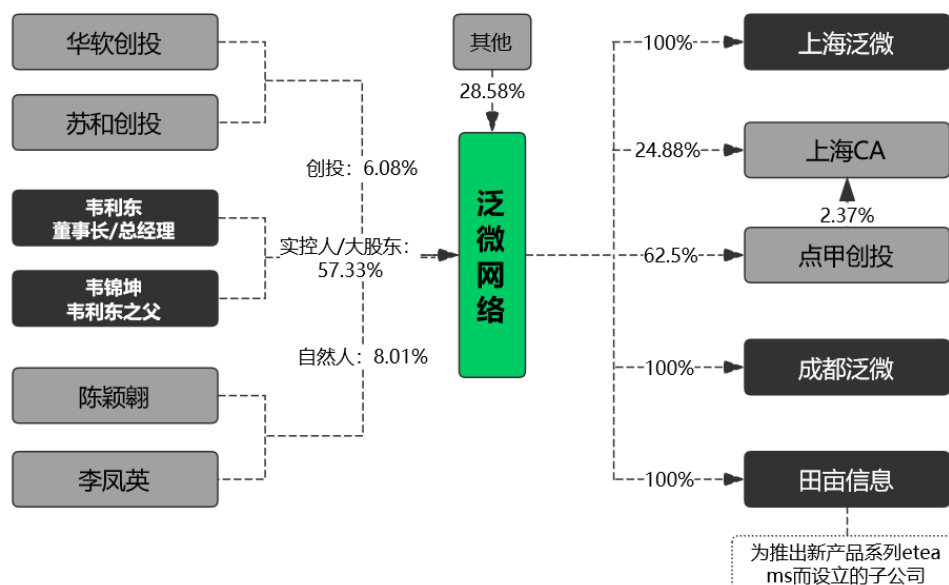
泛微协同办公产品	产品简介
泛微协同办公管理平台 e-cology	e-cology 是一款面向大中型组织的 OA 平台，采用私有化部署的方式，灵活的后台配置，轻松应对组织不断变化的管理需求，依托全新的设计理念和管理思想，为大中型组织构建全新的高效协同办公环境。
泛微协同办公标准软件 e-office	e-office 是一款标准化的协同 OA 办公软件，实行通用化产品设计，充分贴合企业管理需求，本着简洁易用、高效智能的原则，为企业快速打造移动化、无纸化、数字化的办公平台。
泛微移动办公云 OA eteams	eteams 是一款 SaaS 级移动办公 OA 产品，无须部署安装，注册即可使用，操作简单便捷，旨在为所有企业实现以人和事为核心，助力企业实时推进目标成果，打造企业管理与团队协作为一体的移动办公协作平台。

资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

公司股权集中，结构稳定，管理架构清晰。根据 2018 年三季报披露数据显示，公司控股股东及实际控制人为韦利东先生，持有公司 33.09% 的股权；其一致行动人韦锦坤先生（韦利东先生的父亲），持有公司

24.24%的股权，股权较为集中，有利于决策的制定与推行。

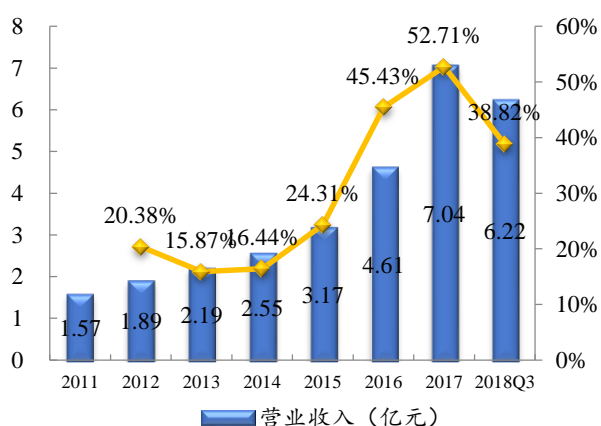
图 2：公司股权结构(截至 2018 年 9 月 30 日)



资料来源：公司公告，天眼查、长城国瑞证券研究所

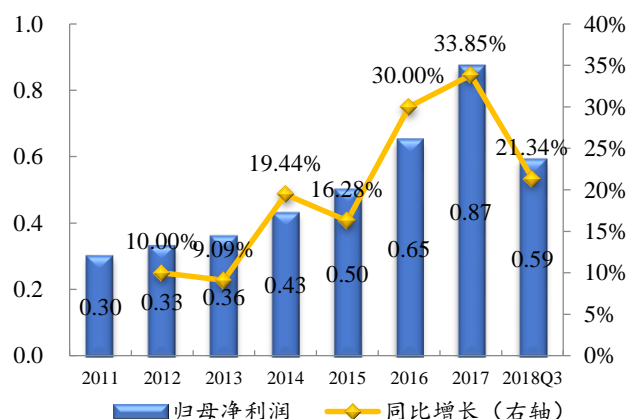
2018 年前三季度公司实现营业收入 6.22 亿元，同比增长 38.82%；实现归属于母公司净利润 0.59 亿元，同比增长 21.34%。公司近年来营业收入快速增长。营业收入从 2011 年的 1.57 亿元增长到 2017 年的 7.04 亿元，6 年增长近 5 倍，期间复合增长率高达 28.41%；归属于母公司净利润从 2011 年的 0.30 亿元增加到 2017 年的 0.87 亿元，6 年复合增长率 19.42%。2011-2018Q3 期间，公司毛利率维持在 95%左右。

图 3：2011-2018Q3 公司营收状况及增速



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

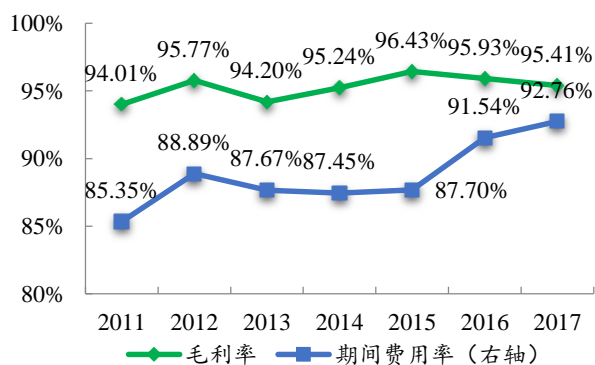
图 4：2011-2018Q3 公司归母净利润状况及增速



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

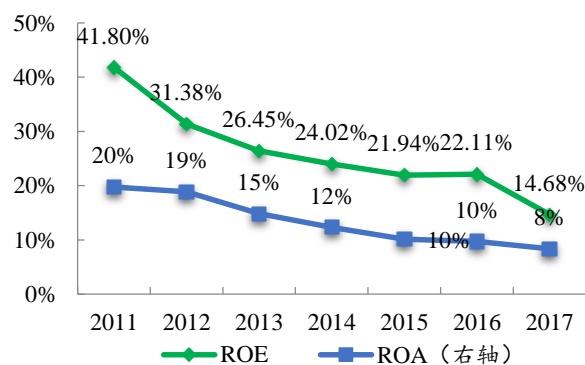


图 5：2011-2017 公司毛利率及期间费用率



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

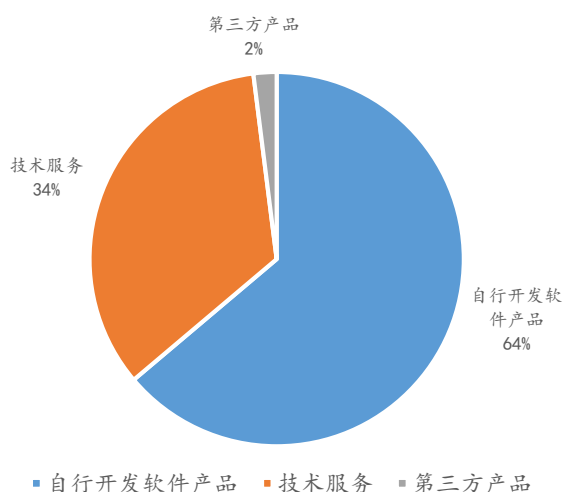
图 6：2011-2017 公司 ROE 和 ROA



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

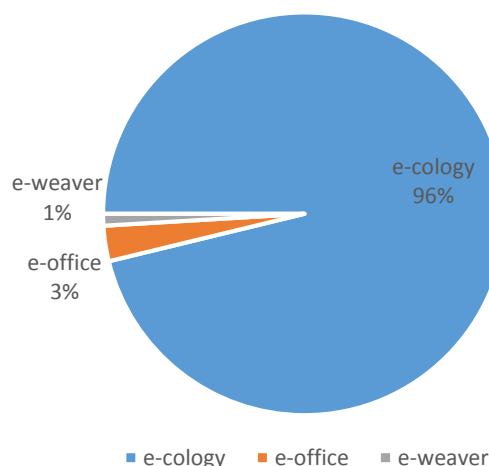
公司主营业务清晰，2018 年上半年公司收入结构中，自行开发软件产品占比 63.94%，技术服务占比 34.14%，第三方产品占比 1.91%，2018 年上半年自行开发软件产品中，e-cology、e-office 占比分别为 96.22%、2.84%。

图 7：2018H1 年公司营收构成



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 8：2018H1 自行开发软件产品业务营收的具体构成



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



## 2 协同管理软件市场尚处发育期，头部企业增量空间可观

协同管理软件旨在打破组织内部事务间的孤立性，实现工作流的关联整合，通过对组织管理各个环节进行协同化的计划、协调、运作和控制，帮助组织内部提高管理效率和规范化程度的管理。协同管理软件起源于文档电子化，随后经历了行政办公电子化、流程管理和组织协同阶段，目前已逐步成为继 ERP 软件之后最主要的管理软件之一，是企事业单位及政府机构实现信息化管理的重要手段。

图 9：协同管理软件行业发展历程



资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

集成强大的流程引擎使得 OA 软件升级为企业管理核心平台。传统意义上的协同办公（OA）主要解决企业内部的流程审批，而随着企业业务流程的复杂化，企业对于 OA 的功能提出更高要求。企业不仅可以在平台上嵌入各类诸如预算管理、项目管理、HRM、ERP 等轻型应用，也为链接、联通、集成各类专业应用系统奠定了根基。由于可以从流程上打通各个业务系统，并能够实现跨越各职能部门和专业分工的全员性工作管理，OA 演变成为企业信息化的集成平台和统一门户。

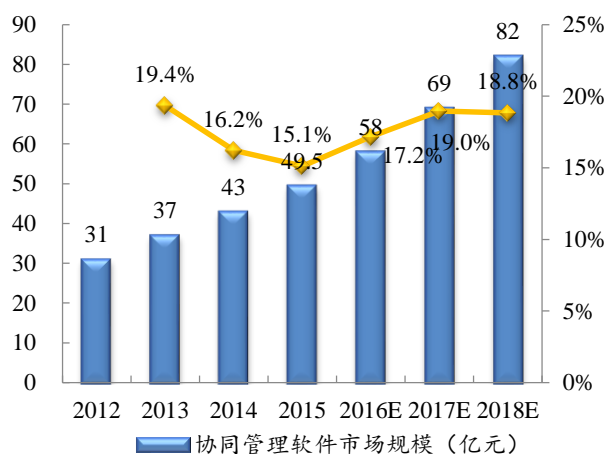


## 2.1 协同管理软件市场规模保持较快增长，渗透率仍有较大提升空间

依据赛迪顾问与《中国软件和信息服务行业发展报告（2017）》数据，2016 年国内协同管理软件市场规模为 58.43 亿元，同比增长 18%，上述机构同时预测协同 OA 行业增速将于 2018 年达到 19%，侧面表明对行业增长的积极预期。

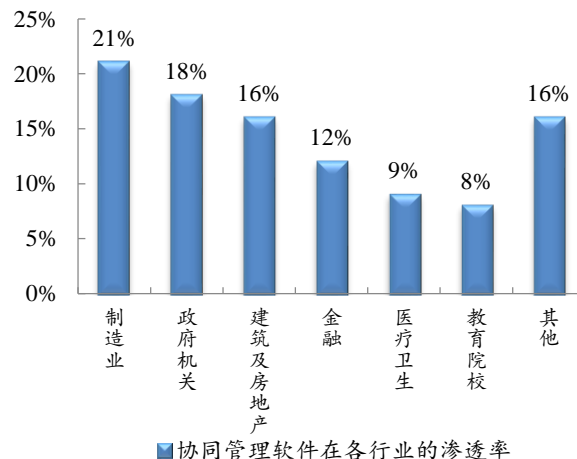
从渗透率来看，根据移动信息化研究中心发布的《2015 中国 OA 市场及企业用户研究报告》中对 700 家企业的调研数据，OA 系统在各行业的普及率并不高，除了制造业之外，其他行业的 OA 普及率都没有超过 20%。根据移动信息化研究中心的预测，2015 年 OA 市场规模将达到 77.8 亿元，相比 2014 年增长 13.2%。至 2017 年，OA 市场规模预计将会达到 97 亿元，当年增长率为 11.1%。考虑到 OA 的普及率还不是很高，预计未来整体市场规模还将保持稳健增长。而对于 OA 软件用户类型，根据中国软件行业协会的数据，中小企业的市场规模占比最大，达到 61.50%；大型企业、政府和教育分别占比 25.90%、10.90%和 1.7%。

图 10：2012-2018 中国协同管理软件市场规模及预测



资料来源：赛迪顾问，长城国瑞证券研究所

图 11：协同管理软件在各行业的渗透率（2015 年）



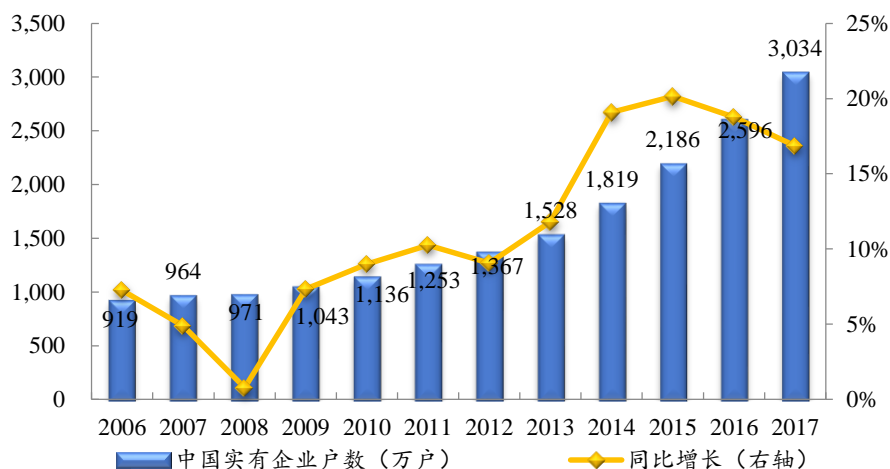
资料来源：移动信息化研究中心，长城国瑞证券研究所

## 2.2 两大因素驱动更多企业采用协同管理软件

目标客户群基数不断扩大，市场增量空间可观。伴随着中国整体经济实力的增强，中国市场上企业实体数量保持连续多年高增长。根据国家工商总局 2017 年发布的全国市场发展相关数据统计，全国实有企业 3033.7 万户，比 2016 年同比增长 16.9%；全年新设企业 607.4 万户，较 2016 年同比增长 9.9%，平均每天新设 1.66 万户，高于 2016 年的 1.51 万户。企业是协同管理产品的潜在用户，企业数量的快速增加，带来企业信息化市场的增量空间。与此同时，协同管理产品应用领域广泛，机制健全的企业需要协同管理软件去实现多业务系统的高效管理。以单一企业为例，对内，需要协同管理软件去打通 HRM、CRM、PM、FM、ERP 等办公系统之间的壁垒，对外，打通与钉钉、微信、企业用车、数据服务商等第三方软件的壁垒。协同管理软件的应用能通过一站式的体验简化繁琐的办公流程，节约大量的人力成本，对于企业和员工的效率的提高

具有不可替代的作用。

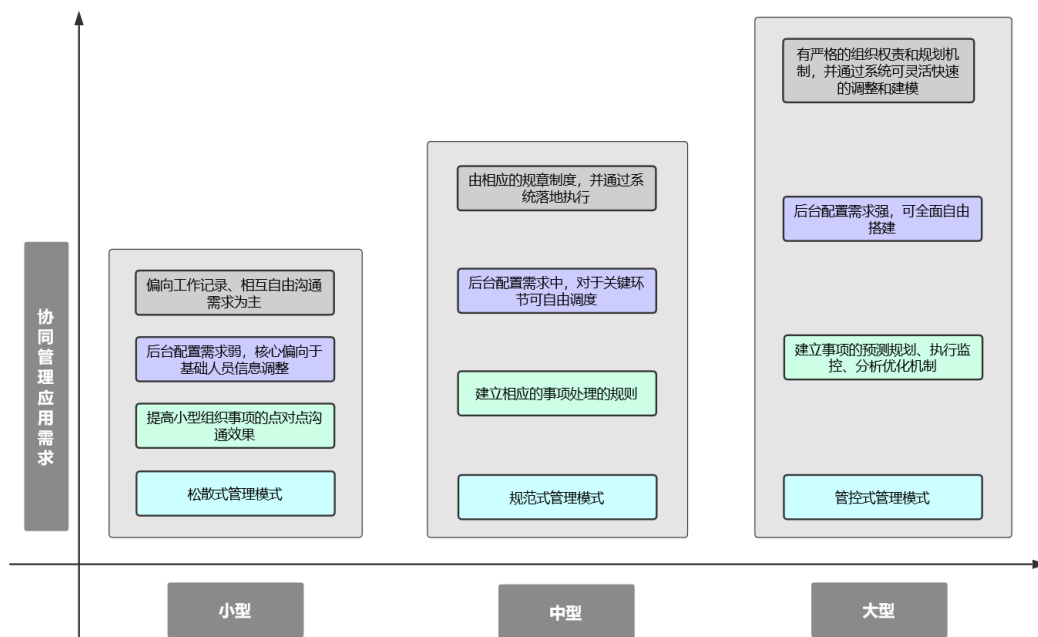
图 12：2006-2017 中国市场实有企业户数及同比增长率



资料来源：中国工商总局，长城国瑞证券研究所

经济环境的多样化以及管理理念的更新，对协同管理软件的换代升级提出新要求。这种新要求基于两方面原因的推动：一方面，原有的客户随着自身的发展和协同管理软件功能的不断完善，不再仅满足于协同管理软件能够打通各个办公系统的壁垒，也更多地关注内部流程制度的落地、知识经验的分享、内部信息门户的统一建设等；另一方面，企业的经营模式随着经济发展阶段的走高开始更加成熟，企业开始向管理要“利润”，通过高效运营和优化管理打造竞争内核，从“营销取胜”转向“管理取胜”，从而增加了对协同管理软件辅助改善管理、提高经营利润水平的需求。

图 13：协同管理应用的不同需求



资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

## 2.3 趋势：集中度提升利好头部企业

协同管理软件市场起步于 20 世纪 90 年代，目前已基本形成包括全国性产品主导型厂商、全国性项目定制型厂商以及大量区域性项目定制型厂商在内的竞争格局。其中全国性产品主导型厂商，综合实力强，软件产品成熟，规模化程度很高，覆盖范围很广，具有较完善的全国性服务网络，业务快速扩张。这个领域中代表公司包括泛微网络、致远互联、慧点科技、蓝凌股份、金和网络今目标和 Slack 等企业。

表 2：协同管理软件市场竞争者类型

厂商类型	特点
全国性产品主导型厂商	1、少数规模较大的领导厂商，综合实力强；2、以标准化、通用化的成熟软件产品实施服务交付为主，规模化程度很高；3、跨区域经营，覆盖范围很广，具有较完善的全国性服务网络，业务快速扩张。
全国性项目定制型厂商	1、该类厂商数量很少，客户群以大型央企和政府机构为主；2、以大型项目定制化开发为主，单个项目收费较高，规模化程度低。
区域性项目定制型厂商	1、该类厂商数量众多，一般仅在当地服务于规模较小的企业，进行小型项目开发；2、技术实力弱，难以规模化扩张和可持续发展。

资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

行业参与者众多且规模不大，竞争格局较为分散。协同管理软件市场是一个 20 世纪 90 年代才发展起来的新兴市场，目前我国从事协同管理软件行业的厂商较多且规模不大。行业整体竞争格局较为分散，市场集中度较低，具有垄断地位的领先性品牌尚未出现。

随着市场竞争的日趋激烈，市场开始向一些全国性知名厂商聚集。随着企业的发展，客户协同管理需求日益复杂，对厂商的技术水平、产品质量、综合服务能力要求越来越高，客户不仅考核协同管理厂商的品牌信誉和服务能力，而且看重其行业成功经验。一些原来用小公司 OA 产品和自己搭建 OA 的公司有比较强的意愿使用全国性知名厂商的产品。因此，我们认为，一些规模小、竞争力较弱的厂商将面临被市场淘汰的风险，市场集中度将提升。

## 3 公司各业务线定位清晰，深耕营销网络获取领先渠道优势

### 3.1 拳头产品 e-cology 覆盖众多行业，深耕大客户市场

e-cology 是公司主推的拳头产品，2017 年和 2018 年上半年 e-cology 系列产品营业收入分别占到公司整体营收的 66.08%和 61.53%。e-cology 系列产品以组织行为管理为核心，面向组织结构中的各个参与者，通过 workflow 引擎串联组织内各项工作事务，最终为组织打造基于互联网的、电子一体化的、覆盖全组织的、统一的现代化协同办公平台，从而满足用户跨时间、跨区域、跨部门的协同管理要求，打造协同高效的组织管理环境。2017 年和 2018 年上半年 e-cology 系列产品营业收入分别占到公司整体营收的 66.08%和 61.53%。

e-cology 主要面向广泛的大中型客户群体，易用性良好，模块化突出，具有选择高度灵活、模块之间可集成性良好、模块内部高度封装的产品特性，全面覆盖各行业大中型客户的多样化需求，能够低成本、高效、快速地响应组织结构和业务流程的动态变化调整。

图 14：e-cology 功能模块



资料来源：泛微官网，长城国瑞证券研究所

2018 年 9 月，公司推出新一代产品 e-cology9.0 实现全程电子化，告别线下手工处理。e-cology9.0 通过全程电子化的解决方案让组织内部所有系统的用户都由数字证书来认证真实身份，让所有电子文件（报价书、承诺函、协议书、合同等）通过具有法律效力的电子签章来签字盖章，并将电子化签署的文件进行电子存证。

图 15：e-cology9.0 全程电子化架构



资料来源：泛微官网，长城国瑞证券研究所

e-cology 产品的客户覆盖众多行业。目前主要服务的客户包括中国 500 强和世界 500 强企业，此外还有关系到大众衣食住行等众多方面的 8000 家企业。e-cology 适用于大型集团、连锁型企业、单体公司、政府事业单位等多种组织形式，覆盖包括制造业、商贸业、金融业、教育行业、医疗卫生行业等各个行业。

图 16: e-cology 服务的部分世界 500 强客户



资料来源：泛微官网，长城国瑞证券研究所

e-cology 产品固定客户增多，其新需求会产生二次购买与技术服务。近三年技术服务收入分别为 0.74 亿元、1.12 亿元和 2.11 亿元，呈现快速上升趋势。技术服务收入的主要为向老客户提供年度维护、二次开发、系统升级等多种形式的服务时产生的收入，因此技术服务的稳步提升意味着老客户的数量和满意度的提升。

### 3.2 小微企业带来新市场需求，以云 OA 产品和移动门户应对云端化和移动化趋势

为了应对企业级服务行业的 SaaS 化趋势，公司 2013 年推出适用于中小企业的轻量级团队工作管理工具 eteams。eteams 是公司小微企业移动办公云服务平台，结合移动互联技术、云技术和社交应用技术，主要针对小型企业和轻量级团队市场。

eteams 在阿里云上部署及运营，用户可通过企业微信、APP 和微信企业号等多个端口登录统一的云端进行操作，不需要购置服务器硬件及配备系统管理员，适合管理需求不复杂的小微企业。eteams 主要的功能应用如下：目标管理、任务协作、工作日报、文档共享、客户管理、流程审批、企业微信、移动考勤、语音指令、日程管理、绩效报告等。该产品目前主要采取 365 元每人的年度服务费方式，其营销及服务模式均以互联网在线的方式为主。















图 17: eteams 主要功能模块

	<b>任务协作</b> 随时记录需要做的事情或备忘想法，定期安排哪一天进行，及时与其他同事共同协作并与上下级指导沟通。		<b>项目</b> 围绕着个人或团队的周期项目，以项目协作的方式及时做好工作计划、并汇总执行过程中的进展。		<b>工作报告</b> 每周、每月、每年达成了哪些工作成效、总结成长的心得，并简明扼要的汇报下一步的总体计划。
	<b>文档库</b> 建立团队统一的知识网盘，积累沉淀工作过程中的知识经验，全员创新、全员分享、充分利用。		<b>客户库</b> 客户、供应商等所有外部资源信息统一管理起来，跟踪客户的每一步过程内容及下一步联络计划。		<b>日报分享</b> 记录每一天的工作成果和经验分享，可透视整个组织每位成员的工作状态和成效，洞察每件事的进度。
	<b>工作消息</b> 团队内部的微信，每一次沟通都是围绕工作成果及其事项协作建立针对性的互动。		<b>移动考勤</b> 基于地理位置的手机签到签退并结合企业上下班时间，自动形成团队成员的工作考勤轨迹。		<b>流程审批</b> 各行各业的业务表单帮助您快速借鉴同类公司、同等规模的企业管理经验 and 内部规范要求。

资料来源：泛微官网，长城国瑞证券研究所

根据工商总局统计的数据，截至 2017 年 7 月底，我国小微企业名录收录的小微企业已达 7328.1 万户。其中，企业 2327.8 万户，占企业总数的 82.5%；个体工商户 5000.3 万户，占个体工商户总数的 80.9%。我国小微企业数量庞大，是吸引就业人员的主力军之一，对低成本、易用、稳定的移动协同服务应用需求也日益。截至目前已有很多创业型公司纷纷面向中小型企业推出协同管理软件 SaaS 化产品（如今目标、Slack、明道和 Teambition 等），而且所有公司都有收费产品，并且有不少公司也取得了不错的营收，从中可以侧面反映中小型企业协同办公市场的潜力。泛微的 eteams 产品将成为公司抢占小微市场的重要产品，目前已有 40 万家企业注册 eteams 服务，客户基础庞大，结合公司长期积累的技术优势，小微市场有望为公司带来新的业绩增长点。

图 18: 公司 eteams 服务的标杆案例

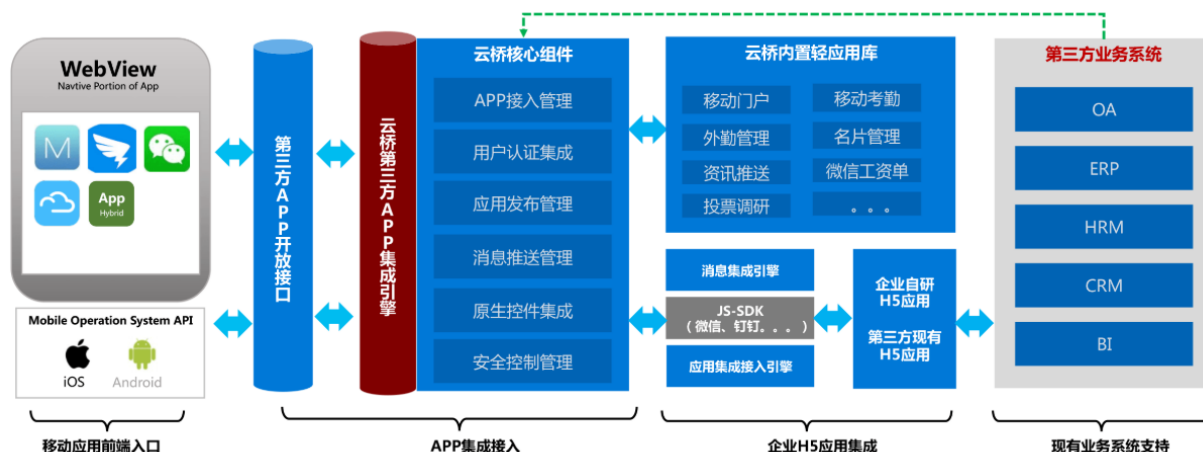
			
<b>重庆同汇勘测规划</b> 用云OA优化工作流程	<b>中化石油</b> 世界500强企业的工作方式/跨区域协作更轻松	<b>洁元保洁</b> 传统企业转型实例	<b>海南星捷安</b> 以CRM为核心打造优质企业品牌
			
<b>湖北省体育局</b> 优化办公流程，智慧政府	<b>飞天众智</b> 一年拥有7w+客户的秘密	<b>万力工艺</b> 协作从未如此简单	<b>科大讯飞</b> 科技改变协作
			
<b>联想新视界</b> 打通所有工作环节	<b>中茂集团</b> 房地产行业如何踏入云和移动时代	<b>韩国瓷肌</b> 全球医学护肤行业领军者日常协作方式	<b>港福珠宝</b> 珠宝也需植入互联网基因

资料来源：泛微官网，长城国瑞证券研究所



在企业级移动互联大潮下，2015 年，公司推出移动办公平台集成应用——云桥 e-bridge，这是一款第三方异构系统集成平台，可以融合企业微信、钉钉等 App 的接口。2016 年，公司推出全新移动门户解决方案，并开启了全国巡回体验活动。依托公司强大的执行力，2017 年一季度，公司完成 50 座城市的巡展活动，场均到场人数 300+，这是移动 OA 软件领域迄今为止最大型的市场巡展工作。

图 19：云桥 e-bridge 平台功能架构



资料来源：泛微官网，长城国瑞证券研究所

图 20：移动门户所适用的办公场景



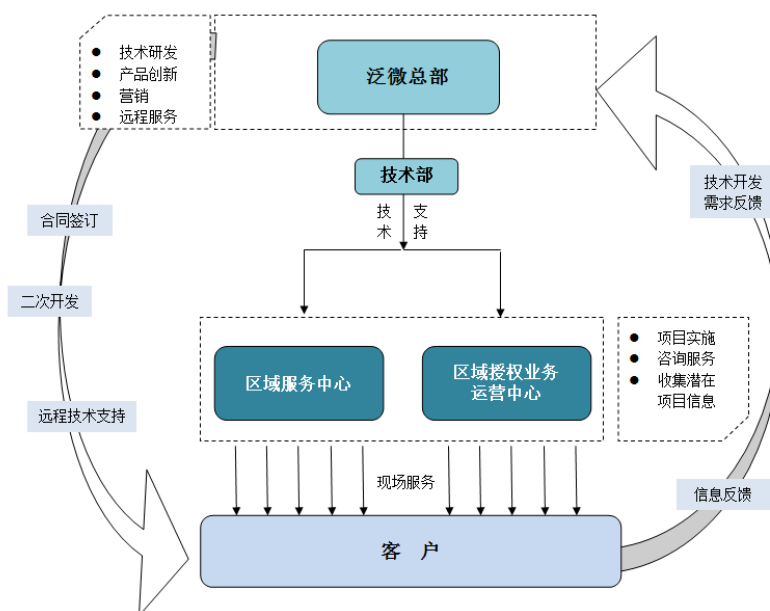
资料来源：泛微官网，长城国瑞证券研究所

公司与企业微信、钉钉、蓝信、金蝶云之家等常用的 APP 达成了合作，实现了双方产品的集成。例如，通过微信企业号的模式，在微信中集成了泛微产品的入口，以使用户能够在微信中及时接收到待办业务流程的提醒以及各项通知。目前公司已构建了丰富的移动办公应用，如：资讯推送、流程审批、考勤、会议、日程、协作、任务等。

### 3.3 强大营销网络有利于公司提高本地化服务效率

公司整体的业务模式为：总部负责产品技术研发和市场品牌推广，由各区域的直营销售机构和区域授权业务运营中心负责市场推广和销售。销售及技术服务人员负责市场销售、产品推广及销售技术服务，分布在总部及各区域直营销售机构。

图 21：泛微网络经营管理模式



资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

经过多年发展，公司已构建起覆盖面广泛的多层次分布式营销服务体系。截至目前，公司在全国数百个城市拥有 170 个本地化服务团队，每个中心均配备技术服务人员，服务网络的本地化程度和覆盖广度在行业内具有较强竞争力，从而构建起覆盖面广泛的多层次分布式营销服务体系。

图 22：泛微网络分销网点分布



资料来源：泛微官网，长城国瑞证券研究所

“区域服务中心+授权业务运营中心”模式是公司的核心竞争力之一。为了能够保持本地化服务效率同时降低成本，泛微在区域服务中心外建立了新的模式，也就是与多个授权业务运营中心合作完成现场实施服务工作和客户资源的开拓。公司总部专注于技术与产品，同时在授权业务运营中心遇到困难时给予一定的技术支持。此经营模式大大提高了公司人员人均产值，扩大了服务的覆盖面，提高了本地化服务程度，满足了客户多样化需求。

在长期服务客户的过程中，积累大量客户、行业经验丰富的泛微网络将在未来的竞争中取得较大的优势。公司产品已经在 20000 多家客户中成功使用，同时在 85 个行业中形成了自己的代表性客户，积累了丰富的行业经验和大量的成功案例，公司服务的客户中还包含了 23 家世界 500 强企业和 72 家全国 500 强企业，应用行业的广度以及中大型客户群的实施经验均在行业内具有较强竞争力。

图 23：良好的营销网络助力公司业务快速发展



资料来源：泛微官网，长城国瑞证券研究

## 盈利预测

单位：百万元

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	704.22	935.78	1224.77	1586.47	货币资金	725.59	811.35	1094.84	1363.83
减:营业成本	32.32	43.24	57.33	74.90	应收和预付款项	243.57	337.08	432.61	519.01
营业税金及附加	5.75	7.64	10.00	12.95	存货	11.64	14.17	20.06	24.66
营业费用	502.71	657.85	861.02	1115.29	其他流动资产	80.76	74.59	74.59	74.59
管理费用	151.34	201.10	263.20	340.93	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1.36	-16.62	-21.34	-27.56	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	3.01	3.01	3.01	3.01	固定资产和在建工程	122.51	124.64	130.88	142.15
投资收益	21.68	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	6.28	5.56	4.85	4.14
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	商誉	2.67	2.67	2.67	2.67
其他经营损益	56.38	64.84	71.33	78.46	其他非流动资产	120.55	113.39	109.00	109.00
营业利润	88.51	104.40	122.89	145.40	资产总计	1310.89	1480.79	1866.83	2237.37
其他非经营损益	3.26	10.00	20.00	25.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	91.76	114.40	142.89	170.40	应付和预收款项	604.85	671.80	929.24	1146.43
所得税	5.85	7.29	9.10	10.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	85.92	107.11	133.78	159.55	其他负债	83.04	83.04	83.04	83.04
少数股东损益	-1.06	-1.32	-1.64	-1.96	负债合计	687.89	754.84	1012.28	1229.47
归母净利润	86.97	108.43	135.43	161.51	股本	69.27	69.27	69.27	69.27
					资本公积	201.39	201.39	201.39	201.39
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	留存收益	321.93	426.20	556.44	711.76
经营活动现金流	156.57	134.24	274.22	257.43	归母股东权益	592.59	696.86	827.10	982.41
投资活动现金流	-380.57	-10.29	-6.99	-9.91	少数股东权益	30.41	29.09	27.45	25.49
融资活动现金流	283.84	12.56	16.25	21.47	股东权益合计	623.00	725.95	854.55	1007.90
现金流量净额	59.84	136.52	283.48	268.99	负债和股东权益	1310.89	1480.79	1866.83	2237.37

资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所